

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

Disclosure e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti.

This is a pre print version of the following article:

Original Citation:

Availability:

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/146937> since 2016-06-28T12:35:39Z

Terms of use:

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

Paolo Montalenti

Disclosure e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti.

1. PREMESSA

Il rapporto tra *disclosure* e riservatezza nei mercati finanziari è una questione di sistema. La tensione tra necessità di trasparenza informativa da un lato, in funzione di un corretto funzionamento del mercato ispirato al principio, condiviso in tutto gli ordinamenti, del *market egalitarianism*, e, dall'altro lato, la necessaria protezione dell'interesse delle società quotate alla riservatezza delle informazioni sino alla soglia della precisione (intesa come “sussistenza fattuale” o come “ragionevole probabilità di verifica”), rappresenta uno dei nodi critici fondamentali del mercato finanziario sotto il profilo della tassonomia degli interessi, della appropriatezza della disciplina vigente, della adeguatezza dell'apparato sanzionatorio, delle prospettive di riforma in sede europea.

Profili che intendo qui sinteticamente trattare¹, formulando alcune proposte.

¹ Ho esaminato alcuni aspetti del problema in precedenti lavori a cui mi permetto di rinviare: cfr., in particolare, P. Montalenti, *L'informazione nei gruppi societari*, in AA.VV., *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*, Atti del Convegno di Venezia 10-11/11/06, in *Rivista delle società, Monografie e raccolte di studi*, Giuffrè, Milano, 2007, 303 ss., ripubblicato, con aggiornamenti e integrazioni, in P. Montalenti, *Società per azioni, corporate governance, mercati finanziari*, Milano, 2011, p. 255 ss. Per una trattazione generale si vedano l'ottimo volume di F. Annunziata, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2006 e la pregevole monografia di E. Macrì, *Informazioni privilegiate e disclosure*, 2° ed., Torino, 2009. Si veda ora l'esaustivo lavoro di S. Gilotta, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012. Sui profili risarcitori cfr. V. Caridi, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Milano, 2012. Sui profili penalistici si veda, da ultimo, M.B. Magro, *Manipolazione dei mercati finanziari e diritto penale*, Milano, 2012.

2. LA TASSONOMIA DEGLI INTERESSI

Gli studi di *law and economics* contrappongono, di regola, la *disclosure* come strumento di tutela di un corretto funzionamento del mercato alla *riservatezza*, come istituto posto a tutela dell'innovazione.

In realtà si deve precisare che la tutela della riservatezza assume, nella logica del funzionamento dei mercati, un'area più estesa della mera tutela del segreto aziendale, circoscritto alla protezione dei segni distintivi e del *know-how*, ma si estende ad un'area ben più ampia di informazioni *in itinere* – si pensi agli studi interni di operazioni societarie, a rapporti esplorativi su nuovi mercati potenziali, a contatti personali tra *top managers* su ipotesi di cooperazione, a negoziazioni in corso – che le società quotate hanno l'interesse, meritevole di tutela, a non dividerle con il mercato per poter legittimamente sfruttare il vantaggio competitivo, giustificato dai “costi informativi” sopportati, essenziale per un ordinato funzionamento di un mercato concorrenziale in cui lo spirito innovativo dell'imprenditore deve avere una considerazione premiante.

Si deve, in secondo luogo, sottolineare che la tutela della riservatezza – in particolare dell'informazione *in fieri* – risponde anche alla necessità di proteggere un diverso interesse – non di rado pretermesso nelle riflessioni di *law and economics* – e cioè l'interesse del mercato a non ricevere informazioni che, in ragione della loro incompletezza, della loro parzialità, dell'incerto grado di verificabilità, sono inutili o addirittura decettive per il mercato.

In terzo luogo si pone un problema – anch'esso sottostimato – di *referibilità dell'informazione alla persona giuridica*². Le società azionarie, in particolare le società quotate, sono organizzazioni complesse, articolate in strutture divisionali multiple, dotate di figure

² Il tema è stato brillantemente analizzato da M. Campobasso, *L'imputazione di conoscenza nelle società*, Milano, 2002.

soggettive profondamente differenziate – amministratore delegato, amministratori esecutivi, amministratori senza deleghe, direttori generali, *managers*, tecnici, consulenti – che a *diverso titolo*, detengono informazioni. Il carattere “*preciso*” (cfr. art. 181 t.u.f.) dell'informazione non può essere individuato esclusivamente in elementi di “sufficiente maturazione oggettiva del dato conoscitivo”, ma rapportato altresì alla riferibilità, cioè alla imputabilità giuridica al soggetto emittente – la società, dunque –, al fine di evitare che possano essere ritenute rilevanti anche informazioni che possono essersi sì formate all'interno dell'organizzazione, sociologicamente intesa, ma non per ciò soltanto ad essa giuridicamente riferibili.

In quarto luogo, si pone l'interesse dell'emittente all'individuazione di un'*area di divulgazione limitata e circoscritta* che costituisca il *safe harbour* dall'obbligo di comunicazione al mercato: è il tema, delicato, ma cruciale, della *selected disclosure*.

3. LA DISCIPLINA ITALIANA: IL CARATTERE PRIVILEGIATO O QUALIFICATO DELL'INFORMAZIONE.

Un primo profilo della disciplina italiana consiste nella definizione di informazione privilegiata. Il terzo comma dell'art. 181 t.u.f. scolpisce con chiarezza il carattere privilegiato dell'informazione nella esistenza del dato o nella probabilità della sua verifica. E' il problema della *soglia* tra legittima detenzione privata e obbligo di divulgazione. Una soglia certamente non facile da individuare in concreto ma su cui si riscontrano oscillazioni giurisprudenziali preoccupanti.

Segnalo due casi paradigmatici.

In un caso recente³ il Tribunale di Bologna ha stabilito che un'informazione è precisa soltanto qualora sia stata oggetto di una formale deliberazione del consiglio di amministrazione.

«Il concetto di “fatto”, in altri termini – si legge nel provvedimento – va riferito esclusivamente ai dati della realtà storica, con esclusione delle intenzioni nonché dei risultati di studi o analisi in ragione del relativo contenuto tipicamente valutativo».

E' «del tutto estraneo alla realtà – si legge ancora nella sentenza bolognese – qualificare come “fatto” una decisione (quella di rimborso anticipato) ancor prima che essa venga a esistenza, ovverosia venga formalmente assunta. Tanto più laddove si faccia riferimento, come nel caso in esame, ad una volontà espressa da una persona giuridica, necessariamente caratterizzata da un determinato *iter* formativo, solamente a conclusione del quale si pone una decisione formale».

Una decisione che, di là dalla specificità del caso concreto, può suscitare, su di un piano generale, qualche perplessità, ove si consideri che l'art. 66 Reg. 11971/1999 e s.m. stabilisce espressamente che «gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 114, comma 1, del Testo unico sono ottemperati quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, *sebbene non ancora formalizzati*, il pubblico sia stato informato senza indugio».

Nel caso IFI/IFIL c.d. *Equity Swap*, la Corte d'Appello di Torino⁴ ha statuito, anzi presupposto, sulla base delle precedenti decisioni in sede amministrativa, che la esistenza di studi ancora in corso dal cui risultato possono dipendere iniziative future sono notizie rilevanti per il mercato, ancorché non privilegiate, da comunicare in caso di richiesta della Consob *ex art. 114, 5° co., t.u.f.* La decisione è sì incentrata sui profili penalistici della nozione di “reato di pericolo concreto”, del

³ Crf. Trib. Bologna, G.I.P., Sentenza n. 1436/11, 13 giugno 2011.

⁴ App. Torino, 21.2.2013, inedita.

concetto di “sensibile alterazione”, dell'elemento psicologico ma muove dal presupposto della falsità della rappresentazione in quanto la richiesta della Consob – *ex art. 114, 5° co. t.u.f.* – di comunicare al pubblico se «fossero allo studio iniziative» ricomprenderebbe, secondo la Corte, attività anche soltanto «“iniziate”, “avviate”, “cominciate”, e dunque non “concluse”» oppure oggetto di «“ricerca”, “indagine”, o “progettazione”» – così si legge in motivazione – indipendentemente da qualsivoglia grado di determinatezza, indipendentemente dal grado di conoscenza all'interno della struttura societaria, sufficienti essendo stati ritenuti e lo studio del professionista, ancorché condizionato al *placet* dell'Autorità di vigilanza, al consenso del socio di riferimento e alla decisione degli organi societari e la conoscenza dello studio stesso in capo al Presidente della società.

Vero è che le fattispecie – informazione privilegiata, (*ex art. 181, t.u.f.*) e notizie necessarie per l'informazione del mercato (*ex art. 114, 5° co. t.u.f.*) – paiono diverse – anche se vi è chi le equipara ai fini della falsità⁵ – ma è indubbio che la divergenza ermeneutica e applicativa è rilevante e segnala quanto un'opera di uniformazione, attraverso un apporto convergente della dottrina e della stessa Autorità di vigilanza, sia necessario.

4. SEGUE. LE INFORMAZIONI NECESSARIE PER L'INFORMAZIONE DEL PUBBLICO (ART. 114, 5° CO., T.U.F.)

L'art. 114, 5° co., t.u.f., attribuisce alla Consob il potere di richiedere agli emittenti la comunicazione al mercato di «*documenti e notizie necessari per l'informazione del pubblico*», con il potere sostitutivo dell'Autorità di vigilanza di provvedere alla comunicazione in caso di inadempimento.

⁵ Cfr. M.B. Magro, *op. cit.*, p. 285 s.

07/06/2013

Atti del convegno organizzato da Associazione Disiano Preite
e dall'Università di Pavia - Dipartimento di Giurisprudenza,
“L'informazione societaria a quarant'anni dalla legge n. 216/1974.
Imprese ed investitori tra forma e sostanza”
Pavia, 15/03/2013

AGE

La disposizione, meno esplorata rispetto alla disciplina delle informazioni privilegiate, richiede, per contro, una meditata riflessione. Ritengo infatti che essa non possa essere interpretata nel senso che l'ottemperanza alla richiesta della Consob escluda ogni valutazione di rilevanza da parte dell'emittente e che la *disclosure* possa risolversi in una pedissequa rivelazione di documenti e notizie di cui è richiesta la divulgazione. Ritengo, per contro, che il legislatore abbia imposto un preciso nesso di funzionalità tra l'informazione da rendere pubblica e l'interesse del mercato ad essere informato. Si tratta infatti di un vincolo di “necessarietà” che deve intercorrere tra i due poli del rapporto informativo, nel senso che l'emittente dovrà operare una selezione tra i dati informativi disponibili affinché al mercato siano comunicate notizie che, pur non avendo il carattere di precisione delle informazioni privilegiate, rivestano tuttavia un grado apprezzabile di possibilità se non di probabilità di verifica e un tasso congruo di determinatezza.

E' necessario infatti che al mercato non siano comunicate notizie che per la loro embrionalità e incertezza potrebbero avere un effetto sviante o addirittura decettivo, inducendo attese prognostiche del tutto remote o addirittura irrealistiche. L'eccesso di informazione può produrre disinformazione; l'adempimento dell'obbligo di *disclosure* di cui trattasi implica un margine di discrezionalità valutativa dell'emittente, che ammette, in un *range* di ragionevolezza, una pluralità di opzioni e che, in conclusione, deve essere adeguatamente considerato nell'eventualità di procedimenti sanzionatori.

5. L'IMPUTABILITA' SOGGETTIVA DELL'INFORMAZIONE.

Un problema di particolare rilevanza è rappresentato dalla questione della imputabilità soggettiva dell'informazione alla società.

Ritengo che il problema debba essere risolto con metodo “relativistico”, individuando cioè l'area di rilevanza della riferibilità in relazione alla *ratio* della specifica disciplina, dovendosi respingere la tesi dell'imputazione illimitata della conoscenza⁶.

E' necessario, in primo luogo, chiarire quale rapporto intercorra tra i soggetti individuati al comma 1° dell'art. 114 e i soggetti indicati nel comma 5. Mentre i soggetti destinatari dell'obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate *ex art.* 181 sono soltanto «gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano», l'area dei soggetti tenuti a rendere «pubblici» «notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico» su richiesta della Consob *ex art.* 114, comma, 5° è più ampia, essendo estesa anche «ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 120 o che partecipano a un patto previsto dall'art. 122».

Il legislatore pare prescindere dall'attribuzione sia di poteri di rappresentanza sia di poteri decisionali autonomi.

Ma la indeterminatezza della posizione all'interno dell'organizzazione societaria non può portare ad escludere *in toto* la rilevanza del rapporto tra l'informazione, il soggetto qualificato e l'ente. E' infatti possibile che l'amministratore singolo, il sindaco (si pensi ai poteri ispettivi individuali), il dirigente (si pensi alle iniziative soggette ad approvazione di istanze decisionali superiori) siano o possano essere in possesso di informazioni su progetti, ipotesi, iniziative in “corso d'opera”, in via di formazione che “ontologicamente” sono ancora circoscritte alla sfera individuale e che non hanno un preciso nesso di correlazione con la persona giuridica.

⁶ Cfr. in questo senso M. Campobasso, *op. cit.*, p. 353 ss.

Vi è, in altre parole, a mio parere, un nesso di correlazione biunivoca tra posizione soggettiva e determinatezza sufficiente dell'informazione che deve essere tenuto in primaria considerazione, secondo un parametro di ragionevolezza, al fine di delineare, in concreto, i confini delle informazioni «necessarie» per l'informazione del mercato.

In conclusione in assenza di indici normativi puntuali soltanto un criterio di *reasonableness*, applicato adeguatamente alle singole fattispecie concrete, può condurre ad una combinazione appropriata di profili soggettivi (la posizione nell'organizzazione societaria e/o d'impresa) e oggettivi (la sufficiente rilevanza dell'informazione), al fine di ricostruire il preciso perimetro della fattispecie.

Poiché la materia si articola nel duplice profilo sanzionatorio – amministrativo e penale – la puntuale individuazione dei confini della fattispecie presupposto assume una rilevanza peculiare.

6. SELECTIVE DISCLOSURE E AUTOREGOLAMENTAZIONE (ART. 114, 4° CO., T.U.F.).

Il tema della *selective disclosure*, cioè della divulgazione di informazioni riservate a un'area di soggetti circoscritta, è stato ampiamente dibattuto negli Stati Uniti. Paradigmatico il caso SEC v. Texas Gulf Sulphur risalente agli anni sessanta, in cui si discusse se la non divulgazione della scoperta di giacimenti minerari da parte di una società quotata concretasse una violazione della *rule 10b-5* oppure invece se rispondesse al legittimo interesse al riserbo al fine di instaurare trattative riservate per negoziare le concessioni nei termini più convenienti. Da allora negli Stati Uniti l'approccio legislativo è particolarmente restrittivo⁷.

⁷ Lo ricorda, con ampia analisi, S. Gilotta, *op. cit.*, p. 114 ss.

La direttiva comunitaria riconosce espressamente il diritto a ritardare l'informazione ove sussista un legittimo interesse (cfr. art. 6.2. Dir. 2003/6/CE); il testo unico della finanza prevede la facoltà di ritardare la comunicazione – «sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza» (art. 114, 3° co., t.u.f.) – e una procedura per ottenere la sospensione degli obblighi di comunicazione (art. 114, 6° co., t.u.f.).

E il Reg. Emittenti (art. 66-*bis*) contempla espressamente l'ipotesi di negoziazioni in corso e di decisioni sottoposte all'approvazione di altri organi.

Ma il problema centrale si colloca su di un piano più generale: in che misura, a quali condizioni, nei confronti di quali soggetti sia consentita una *selective disclosure*.

La direttiva (art. 6.3) stabilisce un'eccezione al divieto di comunicazioni selettive qualora il soggetto sia tenuto ad «un obbligo di riservatezza, sia esso legale, regolamentare, statutario o contrattuale», disposizione tradotta testualmente nell'art. 114, comma 4, t.u.f.⁸.

A mio parere l'eccezione più significativa, perché suscettibile di ampia applicazione, deve essere individuata nell'*obbligo di riservatezza contrattuale*. Di là dalle ipotesi legali, si pensi all'amministratore, al dirigente, al sindaco, all'avvocato, lo strumento dell'accordo contrattuale di riservatezza consente alla società di mettersi al riparo da rischi gravi o di violazione della normativa vigente o da obblighi – indotti da comportamenti altrui – di divulgazione di informazioni che si intendono mantenere riservate nell'interesse della società.

Le ipotesi sono molteplici: si pensi alle negoziazioni in caso di *share purchase agreement*, alla *due diligence* per un'operazione di fusione o

⁸ Sul punto vedi ancora S. Gilotta, *op. cit.*, p. 170 ss. anche per i riferimenti.

di scissione, alla *disclosure* nei confronti del socio di riferimento in merito ad operazioni che coinvolgano il suo consenso – ad esempio un aumento di capitale –, all'incontro con un *pool* di banche per la collocazione di un prestito ed anche ad incontri con analisi finanziari selezionati al fine di un confronto preventivo su potenziali decisioni strategiche.

Ritengo che la *disclosure* selettiva deve sempre trovare giustificazione nell'interesse sociale o comunque nell'interesse dell'impresa (“l'interesse aziendale”, in termini socio-economici) e che l'*accordo contrattuale di riservatezza* deve contenere specifici presidi procedurali di garanzia. Lo strumento è, in ogni caso, prezioso: come ho già avuto modo di segnalare in altra sede⁹ è istituto negoziale indispensabile per regolare, attraverso il *regolamento di gruppo*, la circolazione dell'informazione nel gruppo, al di là della *disclosure* obbligatoria di cui all'art. 114, comma 2 t.u.f.

7. LE SANZIONI.

L'apparato sanzionatorio è squilibrato; sotto alcuni profili sospetto di incostituzionalità e di contrarietà al diritto comunitario.

Osservazioni critiche puntuali sono state svolte dai Presidenti dell'Autorità di Vigilanza (Cardia nel 2008, Vegas nel 2012).

Qualche rapido spunto.

In tema di abuso di informazioni privilegiate la cumulabilità della sanzione amministrativa, (*ex art. 187-bis*) con la sanzione penale, considerata l'identità assoluta della fattispecie e il carattere afflittivo della sanzione amministrativa è fortemente sospetta di incostituzionalità

⁹ *L'informazione nei gruppi societari*, cit.

e di violazione del principio del *ne bis in idem*, anche alla luce della giurisprudenza CEDU¹⁰.

Vi è poi da interrogarsi sulla peculiare configurazione della sanzione penale che può variare da due a dodici anni, quanto alla reclusione, e da centomila euro a quindici milioni di euro, quanto alla multa, in caso di abuso di informazioni privilegiate (cfr. art. 184 t.u.f.). Come si può sostenere la compatibilità di un così ampio arco di oscillazione dell'entità della sanzione, e quindi di un'area così ampia di discrezionalità giurisdizionale, con il principio di proporzionalità?

8. LE PROPOSTE EUROPEE.

Le iniziative comunitarie in materia suscitano qualche perplessità.

La Proposta di Direttiva del 20.10.2011, relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, prevede che l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato siano considerate illeciti penali (art. 3, art. 4) e che sia introdotto uno specifico reato di “istigazione, favoreggiamento nonché complicità e tentativo di commettere un reato” (art. 5).

E' vero che si impone che le sanzioni penali oltre ad essere «efficaci» e «dissuasive» siano anche «proporzionate» (art. 6), ma la materia avrebbe richiesto, a mio parere, una più puntuale *actio finium regundorum*.

Inoltre la Proposta di Regolamento relativa agli abusi di mercato del 20.10.2011, prevede alcune disposizioni che paiono veramente eccessive.

Si propone infatti di introdurre un nuovo autonomo reato: «il tentativo di abuso d'informazioni privilegiate sarà considerato un reato separato»

¹⁰ Vedi ad esempio, Corte di Giustizia (Grande Sezione 26-02-2013) Åklagaren c. Hans Åkeberg Fransson disponibile su <https://eur-lex.europa.eu>.

(p.to 3.4.1.4.). Ci si dovrà dunque confrontare, sul piano penale, con il “tentativo del tentativo”?

Si prevede altresì (p.to 3.4.2.1.) che nella nozione di informazioni privilegiate devono essere espressamente ricomprese «lo stato delle negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute, la possibilità di collocare strumenti finanziari».

La norma potrebbe apparire troppo rigorosa: si propone – assai opportunamente – che sia «applicato il divieto di abuso d’informazioni privilegiate» ma si stabilisce che «non sorgerebbe l’obbligo dell’emittente di comunicare le informazioni in questione».

Parrebbe dunque confermarsi il *safe harbour* della legittima riservatezza ma la materia meriterebbe un più solido presidio.

9. CONCLUSIONI.

In conclusione è indiscutibile che la materia presenta forti margini di opinabilità sia per la problematica composizione di interessi contrapposti sia per la difficoltà di individuare confini netti alle fattispecie rilevanti.

Ma la sfida è ancora, a mio parere, aperta e i principi ispiratori devono essere individuati nel (i) riconoscimento di un’area protetta di riservatezza, (ii) nella legittimazione, con opportuni presidi negoziali, della circolazione dell’informazione endosocietaria, (iii) nella legittimazione presidiata dell’informativa infragruppo, (iv) nella legittimazione, circoscritta e protetta, della *selective disclosure*, (v) nella rimodulazione dell’apparato sanzionatorio.

Il mito del *market egalitarianism* e della *market transparency* non può soffocare la competizione concorrenziale e la tutela ragionevole dei vantaggi giustificati dagli *information costs*.